

2015 年 6 月 26 日

## 宏觀經濟

### 實體經濟觀察：形勢未改，政策換檔

6 月以來的宏觀和中觀資料顯示經濟形勢依然嚴峻：滙豐 PMI 微升但仍偏低，地產銷量堅挺但土地成交疲軟，電力耗煤增速跌幅再度擴大，而工業品價格也仍處下降通道。上半年持續寬鬆但經濟形勢仍未見好轉，意味著前期寬貨幣政策的經濟效果並不顯著。此前的債務規範令融資平臺舉債受限，寬財政有心無力。但 6 月以來，前有財政部第二批債務路換計畫，後有發改委允許企業債借新還舊，政府穩增長政策已明顯換檔至寬財政，而寬貨幣則由總量寬鬆轉為“鎖短放長”式定向寬鬆。

需求：下游地產企穩，乘用車、家電走弱。中游鋼鐵、水泥、機械仍弱，化工尚可。上游煤炭弱，貨運弱。

價格：5 月 70 城房價同比回升環比轉正。上周生產資料價格平中有跌。

庫存：下游地產尚可，乘用車仍偏高。中游鋼鐵、水泥走高，化工尚可。上游煤炭仍高，有色回落。

### 分行業觀察：

下游：地產：6 月中旬新房銷量增速仍高，上周土地成交再度回落。乘用車：5 月經銷商庫存回升，6 月初乘用車銷量回歸低迷。家電：5 月白電出口增速回升，空調廠家銷量增速由正轉負。

中游：鋼鐵：上周鋼價毛利續跌，6 月上旬粗鋼產量回落庫存仍高。水泥：上周水泥價格低位走平，庫容比繼續走高。化工：上周化纖原料價格平中有跌，滌綸長絲 POY 庫存走高。電力：6 月中旬電力耗煤跌幅擴大，下旬小幅回升但仍偏低。

上游：煤炭：上周煤價整體平穩，秦皇島港口庫存小幅回落。有色：上周銅、鋁價格大幅下滑，LME 銅庫存升、鋁庫存降。大宗商品：上周 Brent、WTI 小幅震盪，CRB 小幅回升，美指小幅下滑。交通運輸：上周航空客運增速小幅回升，BDI 回升、CCFI 大跌。

## 逆回購重啟，寬鬆轉定向

1. 重啟逆回購操作。沉默 2 個多月後，央行週四進行 350 億元 7 天期逆回購操作，招標利率下調 65bp 至 2.7%，全周無到期資金，淨投放 350 億元。
2. 緩解流動性緊張。近期流動性短期略緊。近兩周貨幣利率顯著上升，R007 均值從 2.08% 升至 2.96%，巨額新股發行衝擊流動性。未來兩周將迎來半年末衝擊，而在過去 5 年的 6 月末貨幣利率均有顯著上行。重啟逆回購意在撫平貨幣利率波動，緩解流動性緊張。
3. 流動性整體寬裕格局不改。當前超儲率處於歷史高位，且本周打新資金將回歸市場，加上 6 月為財政存款投放月，意味著流動性整體寬裕格局不改。
4. 貨幣或轉向定向寬鬆。5 月工業雖短期企穩，但 6 月或再度下滑，且通脹仍處低位，基本面角度寬鬆週期應未結束。但在積極財政發力的背景下，貨幣或轉向逆回購等定向寬鬆政策。

## 大市導航

### 通信設備：振芯科技首發北斗板塊半年度業績預告、北斗行業步入業績高成長拐點

振芯科技公佈半年度業績預告，受惠於北斗行業需求的顯著增長，上半年盈利 3950-4280 萬元，同比增幅 251%-280%。這也是北斗板塊首個發佈業績預告的上市公司。

北斗板塊上市公司普遍“內生成長+外延拓展”並舉、加速發展，業績迎大拐點，2014 年北斗板塊相關 7 家上市公司歸屬上市公司股東淨利潤平均增幅 139.4%、2015 年 WIND 一致預期平均增幅 135.2%。北斗板塊上市公司大多激勵機制完善、產業鏈佈局全面，將是國內北斗產業最有競爭潛力和最受益北斗產業大發展的群體。參考 GPS 產業發展歷史，GPS 導航系統應用市場產值過千億美元，十年百倍成長，昭示北斗產業成長空間廣闊。1993-2009 年，全球衛星導航系統應用市場產值增長 130 倍，年均複合增長率約為 35.5%。

就北斗產業鏈佈局的完整性角度，海格通信、振芯科技、合眾思壯、華力創通、北斗星通均佈局較為完整，實現從“晶片—板卡—終端—應用”的體系建設。但市場的核心定位仍有差異，海格通信、振芯科技優勢仍側重軍用市場、民用實力也不弱；合眾思壯、華力創通、北斗星通側重民用市場，也積極涉足軍用（只是軍用市場歷史積累仍較薄弱）。結合行業特性的地理資訊應用及精準農業領域，合眾思壯以及中海達走在市場創新的前列。

北斗產業面臨國家資訊安全、工業 4.0、農業現代化等三個方面的重大產業機遇，北斗晶片價格大幅下降（近三年從數百元到幾十元，大規模產業化後成本仍有很大下降空間）、與 GPS 晶片價格（十幾元）也已不斷接近，北斗二代軍用近兩年開始放量、民用市場也將迎來爆發拐點，建議北斗板塊繼續重點配股。

綜合而言，北斗軍用我們建議關注海格通信、振芯科技，北斗民用我們建議關注合眾思壯、華力創通。

風險提示：TMT 板塊整體市場估值波動風險。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。